

688301.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 113.20

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.1	(1.3)	(2.9)	(7.7)
相对上证综指	4.4	(1.4)	(1.6)	(31.2)

发行股数 (百万)	211.45
流通股 (百万)	211.45
总市值 (人民币 百万)	23,936.04
3个月日均交易额 (人民币 百万)	326.40
主要股东	
上海奕原禾锐投资咨询有限公司	13.93%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以2026年4月17日收市价为标准

相关研究报告

- 《奕瑞科技》20250429
- 《奕瑞科技》20240430
- 《奕瑞科技》20240423

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

证券分析师: 苏雪儿

xueer.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030001

奕瑞科技

业绩实现快速增长, 新业务有望快速放量

2025年公司实现营业收入22.51亿元, 同比增长22.90%; 实现归母净利润6.50亿元, 同比增长39.73%; 实现扣非归母净利润6.19亿元, 同比增长41.05%。2025年第四季度, 公司实现营业收入7.02亿元, 同比增长47.65%; 实现归母净利润1.79亿元, 同比增长139.17%; 实现扣非归母净利润1.79亿元, 同比增长238.20%。2025年公司业绩表现亮眼, 受益于下游医疗及工业需求回暖, 规模效应释放, 公司业绩企稳回升, 随着CT球管、硅基OLED微显示背板等新业务加速放量, 公司业绩有望保持快速增长, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 下游需求复苏, 数字化X线探测器恢复快速增长。**2025年公司数字化X线探测器业务实现收入17.15亿元, 同比增长15.03%, 毛利率达59.38%, 同比提升2.73个百分点。2025年全年探测器销量13.34万台, 市场占有率稳步提升。从细分下游来看, 医疗领域, 公司多个大客户的多项产品继续保持良性增长, C型臂、胃肠、工业新能源、齿科CBCT等高端动态探测器产品表现亮眼, 齿科CBCT探测器成功进入韩国市场, 与韩国头部齿科CBCT供应商开启稳定合作, 全球化拓展成效显著。随着国内医疗设备市场回暖, 公司积极参与和支持下游客户集采项目并陆续中标, 后续政府集采项目的持续推进, 国内整体医疗影像业务有望加快恢复。工业探测器受益于下游锂电池厂商扩产, 带动X射线检测设备及以上零部件需求的不断增加, 实现高速增长。随着AI行业的发展, 电子制造行业在PCB、PCBA、先进封装等环节均涌现出更多对X射线检测的需求, 应用持续拓展, 有望带动公司业绩持续增长。
- 完善核心部件布局, 加速国产替代。**2025年公司核心部件业务实现收入1.70亿元, 同比增长34.75%。公司在球管、高压发生器、射线源等新核心部件领域持续完善基础布局。球管方面, 公司成功开发了150kV大功率微焦点球管, 140kV背散射球管、荧光分析球管、齿科CBCT球管、C-arm球管以及滚珠轴承及液态金属轴承CT球管等应用于工业及医疗领域的各类球管, 部分产品进入量产阶段。医用高压发生器和射线源方面, 适用于64排及以下医用CT高压发生器开始量产交付, 临床实用型能谱CT高压发生器开始试产交付, 骨骼骨密度射线源开始量产交付, 升级版高端放疗电子枪高压电源完成研发样机试制开始试产交付, 创新型轻量化便携内射射线源完成样机试制, 在医用中高端放射诊断与治疗射线源和高压发生器领域的产品布局更加全面, 技术领先优势进一步扩大。工业射线源方面, 技术持续突破, 实现了80-225kV等全系列封闭式微焦点射线源的量产, 涵盖了窄束和宽束两种应用机种的量产; 在开放式微焦点射线源产品, 实现了160kV单聚焦及双聚焦两款透射靶产品量产, 以及一款225kV反射靶产品的量产, 积极拓展开管系列产品, 打破进口设备垄断。公司在高压发生器、组合式射线源等新核心部件及解决方案方面取得显著增长, 其中工业微焦点射线源出货超过1,600台, 销量大幅提升, 推动公司核心部件收入显著增长。
- 综合解决方案业务收入实现显著增长。**2025年公司综合解决方案/技术服务实现收入1.91亿元, 同比增长97.61%, 毛利率达43.62%, 同比增加5.35个百分点。一方面, 公司多款医用产品已导入战略大客户并批量出货, 另一方面, 公司拓展了多个工业领域的应用, 如光伏、新能源、消费电子、半导体封测、航空航天、大型铸造、汽车船舶等。其中, 针对半导体先进封装和电子制造领域开发的平面CT产品取得重要突破, 实现客户销售; 超大型工业样品的高精度高效率失效分析, 高能量级CT受到多个终端客户关注; 3C消费电子领域的锂电池检测产品在各个终端产线上成功落地; 根据下游客户新增更多检测目标缺陷位点和缺陷种类需求, 推出新一代工业在线检测CT方案。
- 切入硅基OLED微显示背板领域, 开辟新增长曲线。**2025年公司硅基OLED微显示背板实现收入0.56亿元, 毛利率达37.21%。硅基微显示背板领域, 公司实现关键技术突破, 自主研发的微显示背板已实现最大1.4英寸、像素密度突破4000PPI以上的指标要求。公司搭建的硅基OLED微显示背板特色工艺平台, 在工艺制程、技术积累等方面契合视涯科技下游终端产品特定客户需求, 通过与视涯科技及特定客户建立深度的产能绑定与战略合作, 已成功切入微显示背板赛道并实现业务卡位, 未来有望凭借显著的性能优势进一步拓宽客户渠道, 开辟第二增长曲线。

估值

- 考虑到公司下游需求回暖, 公司业绩企稳回升, 我们上调公司盈利预测, 预计2026-2028年公司归母净利润为8.08/10.28/12.21亿元(原2026-2027年归母净利润为7.43/8.36亿元), 对应EPS分别为3.82/4.86/5.77元, 对应PE分别为29.6/23.3/19.6倍。受益于下游医疗及工业需求回暖, 规模效应释放, 公司业绩企稳回升, 随着CT球管、硅基OLED微显示背板等新业务加速放量, 公司业绩有望保持快速增长, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产品销售不达预期; 公司新产品研发进展不达预期; 下游需求复苏不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,831	2,251	3,124	4,039	5,556
增长率(%)	(1.7)	22.9	38.8	29.3	37.6
EBITDA(人民币 百万)	472	779	1,066	1,399	1,870
归母净利润(人民币 百万)	465	650	808	1,028	1,221
增长率(%)	(23.4)	39.7	24.3	27.3	18.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.20	3.07	3.82	4.86	5.77
原股本摊薄每股收益(人民币)			3.51	3.95	
调整幅度(%) (考虑股本变动)			8%	19%	
市盈率(倍)	51.5	36.8	29.6	23.3	19.6
市净率(倍)	5.2	3.9	3.5	3.1	2.0
EV/EBITDA(倍)	32.1	28.8	23.6	17.5	12.5
每股股息(人民币)	1.0	1.0	1.2	1.6	1.9
股息率(%)	1.0	1.0	1.1	1.4	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,831	2,251	3,124	4,039	5,556
营业收入	1,831	2,251	3,124	4,039	5,556
营业成本	914	1,095	1,494	1,904	2,576
营业税金及附加	11	22	31	40	55
销售费用	70	87	119	162	306
管理费用	138	126	203	263	461
研发费用	310	340	500	646	933
财务费用	(4)	17	15	13	4
其他收益	136	90	90	90	90
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(10)	6	(10)	(17)	(13)
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	(49)	(11)	0	0	0
投资收益	37	35	35	35	35
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	507	683	878	1,120	1,332
营业外收入	0	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	507	686	881	1,122	1,335
所得税	57	53	97	123	149
净利润	450	632	784	999	1,185
少数股东损益	(15)	(18)	(24)	(29)	(35)
归母净利润	465	650	808	1,028	1,221
EBITDA	472	779	1,066	1,399	1,870
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.20	3.07	3.82	4.86	5.77

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,954	5,482	6,081	7,240	9,945
货币资金	2,099	3,256	3,124	4,039	5,556
应收账款	749	722	840	955	1,051
应收票据	54	91	110	150	208
存货	798	822	1,389	1,430	2,384
预付账款	39	36	66	64	112
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	214	554	552	603	634
非流动资产	5,129	7,336	7,483	7,752	9,540
长期投资	95	296	296	296	296
固定资产	1,441	4,818	5,531	6,040	7,851
无形资产	221	298	352	411	468
其他长期资产	3,373	1,925	1,303	1,006	925
资产合计	9,083	12,819	13,563	14,992	19,485
流动负债	900	2,107	2,701	3,068	3,506
短期借款	135	336	708	1,009	1,434
应付账款	541	845	856	890	971
其他流动负债	225	925	1,136	1,170	1,101
非流动负债	3,536	4,044	3,673	3,713	3,693
长期借款	2,026	2,400	2,110	2,110	2,110
其他长期负债	1,510	1,644	1,564	1,604	1,584
负债合计	4,437	6,151	6,374	6,782	7,200
股本	143	211	211	211	211
少数股东权益	8	466	442	413	377
归属母公司股东权益	4,639	6,202	6,747	7,798	11,908
负债和股东权益合计	9,083	12,819	13,563	14,992	19,485

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	450	632	784	999	1,185
折旧摊销	94	193	298	391	659
营运资金变动	(419)	780	(438)	(213)	(1,157)
其他	236	(303)	(65)	0	(42)
经营活动现金流	360	1,302	578	1,177	645
资本支出	(1,441)	(1,686)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	125	(499)	0	0	0
其他	187	37	35	35	35
投资活动现金流	(1,129)	(2,149)	(420)	(620)	(2,415)
银行借款	1,584	575	82	300	425
股权融资	(322)	1,319	(263)	23	2,890
其他	(111)	145	(109)	34	(28)
筹资活动现金流	1,150	2,039	(290)	357	3,287
净现金流	381	1,192	(132)	915	1,517

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(1.7)	22.9	38.8	29.3	37.6
营业利润增长率(%)	(25.8)	34.7	28.6	27.5	19.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(23.4)	39.7	24.3	27.3	18.7
息税前利润增长率(%)	(37.3)	55.1	31.0	31.2	20.2
息税折旧前利润增长率(%)	(30.3)	65.2	36.8	31.3	33.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(23.4)	39.7	24.3	27.3	18.7
获利能力					
息税前利润率(%)	20.6	26.1	24.6	24.9	21.8
营业利润率(%)	27.7	30.4	28.1	27.7	24.0
毛利率(%)	50.1	51.4	52.2	52.9	53.6
归母净利润率(%)	25.4	28.9	25.9	25.5	22.0
ROE(%)	10.0	10.5	12.0	13.2	10.3
ROIC(%)	4.1	4.9	6.0	7.0	6.2
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0
流动比率	4.4	2.6	2.3	2.4	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	2.7	3.1	4.0	4.5	5.5
应付账款周转率	2.8	3.2	3.7	4.6	6.0
费用率					
销售费用率(%)	3.8	3.9	3.8	4.0	5.5
管理费用率(%)	7.6	5.6	6.5	6.5	8.3
研发费用率(%)	16.9	15.1	16.0	16.0	16.8
财务费用率(%)	(0.2)	0.8	0.5	0.3	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.2	3.1	3.8	4.9	5.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.7	6.2	2.7	5.6	3.1
每股净资产(最新摊薄)	21.9	29.3	31.9	36.9	56.3
每股股息	1.0	1.0	1.2	1.6	1.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	51.5	36.8	29.6	23.3	19.6
P/B(最新摊薄)	5.2	3.9	3.5	3.1	2.0
EV/EBITDA	32.1	28.8	23.6	17.5	12.5
价格/现金流(倍)	66.4	18.4	41.4	20.3	37.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371